证券研究报告—深度报告

信息技术

IT 硬件与设备

传音控股(688036) 买入

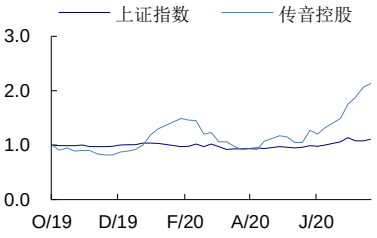
合理估值： 154-203 元 昨收盘： 100.1 元 （维持评级）

2020 年 08 月 03 日

深度报告

非洲之王，内外循环的成功典范

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	800/76
总市值/流通(百万元)	80,080/7,604
上证综指/深圳成指	3,310/13,638
12 个月最高/最低(元)	108.88/37.28

相关研究报告：
《传音控股-688036-重大事件快评：手机区域品牌龙头，成长在希望的田野上》 ——2020-06-11
《传音控股-688036-财报点评：亚非手机的互联网先锋，业绩保持快速增长》 ——2020-04-28

证券分析师：欧阳仕华
电话：0755-81981821
E-MAIL： ouyangsh1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080002
证券分析师：许亮
电话：0755-81981025
E-MAIL： xuliang1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518120001

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

- **来自中国的非洲手机之王**

传音控股主要从事以手机为核心的智能终端业务。19 年手机出货量 1.37 亿部，全球市场占有率 8.1%，排名第四；非洲市场占有率 52.5%，排名第一。传音的成功来自于创始人多年在手机行业的深耕细作以及在海外市场的长期积累。我们认为公司是中国品牌出口海外的成功典范，一方面受益于非洲及南亚市场的长期成长红利，一方面也得益于国内制造业和互联网产业的成熟模式。

- **国内国外经济双循环的成功结合**

立足非洲庞大人口需求，配合国内成熟的制造业以及互联网技术能力，传音控股的发展模式是国内国外经济双循环的成功结合。**外循环**：多品牌覆盖主流客户人群，取得较高市占率和较高毛利率的品牌溢价。利用多年积累的海外线下渠道建设，公司筑起强大的竞争壁垒。**内循环**：利用国内成熟的供应链，以及互联网企业的成功模式拓展海外新兴市场，打造了适合非洲市场需求的供应链，未来公司还将依托硬件的高市占率优势，打造独立 APP 以及物联网业务的长期发展局面。

- **目标市场预期未来长期稳定成长**

根据 GSMA 数据显示，撒哈拉以南非洲地区 18 年智能机渗透率为 39%，预计到 25 年将提升至 67%。据 IDC 统计， 2018 年非洲市场功能手机出人均保有量为 0.28 部，智能手机人均保有量仅为 0.33 部，人均保有量首次超过功能机，非洲手机市场正处于功能机向智能机切换升级阶段，为公司长期成长提供较为稳定的市场环境。

- **风险提示。**下游需求不足，行业竞争加剧。

- **内外经济循环结合的优秀典范，维持“买入”评级**

考虑公司在海外已经形成了强势的品牌竞争力以及非洲市场的长期向上趋势，我们判断公司具备稳定成长的潜力。我们预计公司 20-22 年净利润分别为 21.2/26.1/32.5 亿元，对应市盈率分别为 38.5/31.3/25.1X。立足品牌效应，公司市场需求稳定，现金流表现优异，同时海外市场成长空间趋势明确，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22,646	25,346	30,478	38,068	47,556
(+/-%)	13.0%	11.9%	20.2%	24.9%	24.9%
净利润(百万元)	657	1793	2119	2610	3249
(+/-%)	-2.1%	172.8%	18.2%	23.2%	24.5%
摊薄每股收益(元)	0.91	2.24	2.65	3.26	4.06
EBIT Margin	10.7%	11.6%	7.7%	7.6%	7.7%
净资产收益率(ROE)	16.8%	21.7%	20.9%	21.0%	21.3%
市盈率(PE)	111.7	45.5	38.5	31.3	25.1
EV/EBITDA	32.1	30.0	37.6	31.1	25.6
市净率(PB)	18.75	9.89	8.06	6.57	5.34

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

投资摘要

估值与投资建议

传音控股主要从事以手机为核心的智能终端业务。2019 年传音手机出货量 1.37 亿部，全球市场占有率 8.1%，排名第四；非洲市场占有率 52.5%，排名第一。传音的成功来自于创始人多年在手机行业的深耕细作以及在海外市场的长期积累。我们认为公司是中国品牌出口海外的成功典范，一方面受益于非洲及南亚市场的长期成长红利，一方面也得益于国内制造业和互联网产业的成熟模式。

非洲拥有庞大的人口基数及年轻的人口结构，并且保持着较快的人口增长速度，总人口数仍将维持上行。目前非洲市场的手机渗透率相对较低，根据 GSMA 数据显示，撒哈拉以南非洲地区 2018 年智能机渗透率 39%，GSMA 预计到 2025 年智能机渗透率将提升至 67%，非洲地区智能手机渗透率提升空间较大。

核心假设与逻辑

立足于非洲庞大而持续增长的市场需求以及国内成熟的制造业和互联网技术能力，我们认为传音控股的发展模式是国内国外经济双循环的成功结合。

外循环：多品牌覆盖主流客户人群，并成功取得了高市占率和高毛利率的品牌溢价。多年积累的海外线下渠道建设，筑起强大的竞争壁垒。公司销售费用 CAGR 高达 32.21%，销售渠道布局持续加码，进一步提升渠道掌控力，品牌影响力也随之扩大。

内循环：利用国内功能机和低端智能机成熟的供应链，以及互联网企业的成功模式拓展海外新兴市场。公司的生产研发依托于国内的成熟产业链，打造了适合非洲市场需求的供应链，以及针对深肤色人群的智能摄像技术。未来，公司还将依托硬件的高市占率优势，打造独立 APP 以及物联网业务的长期发展局面。

股价变化的催化因素

1、 非洲及南亚市场加速向智能手机转移；

2、 互联网业务流量加速发展；

核心假设或逻辑的主要风险

下游需求不及预期，行业竞争加剧。

内容目录

投资摘要 **2**
估值与投资建议 2
核心假设与逻辑 2
股价变化的催化因素 2
核心假设或逻辑的主要风险 2
估值与投资建议 **6**
绝对估值：201-217 元 6
绝对估值的敏感性分析 6
相对法估值：154-203 元 7
投资建议：合理估值 154-203 元/股，给予“买入”评级 7
来自中国的非洲手机之王，市占率达 52.5% **8**
从终端硬件到互联网服务 8
股权结构清晰稳定 8
业绩表现亮眼，盈利能力稳步增长 9
深耕非洲及南亚市场，享差异化策略红利 **11**
人口红利叠加智能机升级，非洲市场成长动能充足 11
南亚存量市场竞争激烈，智能机放量空间大 13
疫情下非洲与印度手机市场的预期与转折 14
强品牌、本土化构筑核心竞争力 **16**
多品牌战略覆盖主流人群，品牌溢价能力可观 16
重视线下渠道建设，覆盖面广、渗透力强 17
高效供应链管理，保障低成本 20
技术研发本土化，高度切合市场需求 21
高市占率下移动互联网业务成长可期 **23**
依托传音 OS，泛广告类业务具备快速变现能力 23
独立 APP 迎来海外发展新机遇 24
发展数码及家电业务，万物互联潜力大 **25**
盈利预测 **27**
假设前提 27
未来３年盈利预测 27
风险提示 **29**
附表：财务预测与估值 **30**
国信证券投资评级 **31**
分析师承诺 **31**
风险提示 **31**
证券投资咨询业务的说明 **31**

图表目录

图 1：公司发展历程 8
图 2：公司股权架构 9
图 3：公司营业收入及增长率 9
图 4：公司归母净利润及增长率 9
图 5：公司利润率情况 10
图 6：公司期间费用率情况 10
图 7：公司分产品营业收入（亿元） 10
图 8：公司分地区营业收入（亿元） 10
图 9：2019 年非洲人口结构 11
图 10：各地区未来人口预测（百万人） 11
图 11：撒哈拉以南非洲地区智能机用户数及渗透率 11
图 12：非洲市场功能机及智能机出货量（亿部） 11
图 13：非洲市场功能机及智能机保有量（亿部） 12
图 14：非洲市场功能机及智能机人均保有量（亿部） 12
图 15：撒哈拉以南非洲地区人均 GDP（2010 年不变价美元） 12
图 16：非洲智能手机价位段 12
图 17：非洲市场全球手机品牌商市场份额 13
图 18：印度市场全球手机品牌商市场份额 13
图 19：2020 年 Q1 印度市场功能机市场份额 13
图 20：印度市场手机出货量（亿部） 14
图 21：印度市场功能机及智能机保有量（亿部） 14
图 22：印度市场功能机及智能机人均保有量（亿部） 14
图 23：印度市场智能机渗透率 14
图 24：各地区新冠疫情影响情况（截至 2020.07.21 21:29） 15
图 25：2019 年各地区 30 岁以下人口占比 15
图 26：各地区城镇人口占总人口比例 15
图 27：公司旗下三大手机品牌 16
图 28：公司三大品牌销售额占比 16
图 29：公司三大品牌平均售价（元/部） 16
图 30：2019 年手机品牌商毛利率对比 17
图 31：传音控股现金流 17
图 32：小米集团现金流 17
图 33：公司分销模式收入（百万元） 18
图 34：公司经销商数量（截至 2019 年 6 月） 18
图 35：2019 年 H1 公司非洲地区经销商收入规模分布 18
图 36：2019 年 H1 公司印度及其他地区经销商收入规模分布 18
图 37：各地区电商市场用户渗透率 19
图 38：2019 年 Q2 东南亚地区智能手机品牌市场份额 19
图 39：公司销售费用明细 20
图 40：2019 年分地区智能手机均价 21
图 41：公司原材料采购价格（元/个） 21

图 42：公司研发费用及营收占比 22
图 43：非洲消费者使用传音手机自拍 22
图 44：公司移动互联网服务业务布局 23
图 45：公司 Oraimo 品牌数码配件产品 25
图 46：公司 Syinix 品牌家电产品 25
图 47：全球可穿戴设备出货量 26
图 48：TWS 耳机出货量预估 26
图 49：非洲地区家电市场规模 26
图 50：非洲地区家电市场出货量 26

表 1：公司盈利预测假设条件（%） 6
表 2：资本成本假设 6
表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） 7
表 4：公司渠道布局 20
表 5：公司主要原材料供应商 20
表 6：公司部分核心技术的具体运用情况 22
表 7：全球手机品牌厂商智能手机出货量及市占率（百万部，%） 23
表 8：全球手机品牌厂商功能手机出货量及市占率（百万部，%） 24
表 9：2020 年 Q1 非洲地区音乐类 APP 榜单前 5 名 24
表 10：公司主营业务收入测算 27
表 11：盈利预测（百万元） 27

估值与投资建议

绝对估值：201-217 元

传音控股主要从事以手机为核心的智能终端业务。2019 年传音手机出货量 1.37 亿部，全球市场占有率 8.1%，排名第四；非洲市场占有率 52.5%，排名第一。传音的成功来自于创始人多年在手机行业的深耕细作以及在海外市场的长期积累。我们认为公司是中国品牌出口海外的成功典范，一方面受益于非洲及南亚市场的长期成长红利，一方面也得益于国内制造业和互联网产业的成熟模式。

非洲拥有庞大的人口基数及年轻的人口结构，并且保持着较快的人口增长速度，总人口数仍将维持上行。目前非洲市场的手机渗透率相对较低，根据 GSMA 数据显示，撒哈拉以南非洲地区 2018 年智能机渗透率 39%，GSMA 预计到 2025 年智能机渗透率将提升至 67%，非洲地区智能手机渗透率提升空间大。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	72.24%	12.98%	11.92%	20.25%	24.90%	24.92%	8.00%	8.00%	8.00%
营业成本/营业收入	79.03%	75.55%	72.64%	72.46%	72.99%	73.42%	73.42%	73.42%	73.42%
管理费用/营业收入	3.20%	3.49%	4.10%	8.5%	8.0%	7.5%	7.67%	7.67%	7.67%
销售费用/销售收入	9.70%	9.95%	11.28%	11.0%	11.0%	11.0%	11.00%	11.00%	11.00%
营业税及附加/营业收入	0.21%	0.23%	0.31%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
所得税税率	16.36%	24.40%	17.67%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
股利分配比率	117.84%	3.72%	12.20%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

立足于非洲庞大而持续增长的市场需求以及国内成熟的制造业和互联网技术能力，我们认为传音控股的发展模式是国内国外经济双循环的成功结合。

外循环：多品牌覆盖主流客户人群，并成功取得了高市占率和高毛利率的品牌溢价。多年积累的海外线下渠道建设，筑起强大的竞争壁垒。过去几年公司销售费用 CAGR 高达 32.21%，销售渠道布局持续加码，进一步提升渠道掌控力，品牌影响力也随之扩大。

内循环：利用国内功能机和低端智能机成熟的供应链，以及互联网企业的成功模式拓展海外新兴市场。公司的生产研发依托于国内的成熟产业链，打造了适合非洲市场需求的供应链，以及针对深肤色人群的智能摄像技术。未来，公司还将依托硬件的高市占率优势，打造独立 APP 以及物联网业务的长期发展局面。

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.8	T	7.00%
无风险利率	3.50%	Ka	5.90%
股票风险溢价	3.00%	有杠杆 Beta	0.84
公司股价（元）	48.6	Ke	6.02%
发行在外股数（百万）	225	E/(D+E)	100.00%
股票市值(E，百万元)	10935	D/(D+E)	0.00%
债务总额(D，百万元)	602	WACC	6.02%
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此

两因素变化的敏感性分析。

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		3.9%	4.4%	4.90%	5.4%	5.9%
永续增长率变化	3.5%	1344.38	600.28	386.12	284.48	225.17
	3.0%	625.80	402.11	295.96	234.03	193.47
	2.5%	418.88	307.99	243.30	200.94	171.08
	2.0%	320.61	253.02	208.78	177.58	154.42
	1.5%	263.21	216.98	184.39	160.20	141.55
	1.0%	225.57	191.52	166.25	146.77	131.30
	0.5%	198.99	172.58	152.23	136.07	122.94

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对法估值：154-203 元

我们选取了苹果公司和小米集团进行比较。我们认为传音控股在区域市场内具备媲美苹果公司的品牌影响力，公司盈利能力也十分出色。同时公司具备和小米集团类似的互联网生态模式，公司未来向上空间较大，应该给予更高的估值水平。给予公司合理估值 40-50 倍，按照 2022 年 EPS 3.85 元的预测，合理估值区间为 154 元-203 元之间。

代码	简称	EPS（元）			PE			总市值（百万元）
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
APPLE	APPLE	12.67	12.67	12.67	28.94	28.94	28.94	1637800
小米集团	小米集团	0.46	0.46	0.46	29.34	22.88	18.61	358900
600386.SH	传音控股	2.65	3.26	4.06	38.5	31.3	25.1	82600

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

投资建议：合理估值 154-203 元/股，给予“买入”评级

综合上述估值方法，我们认为公司股票价值在 154-203 元/股，相对于公司目前股价有一定的溢价空间，我们看好公司的长期发展空间，给予“买入”评级。

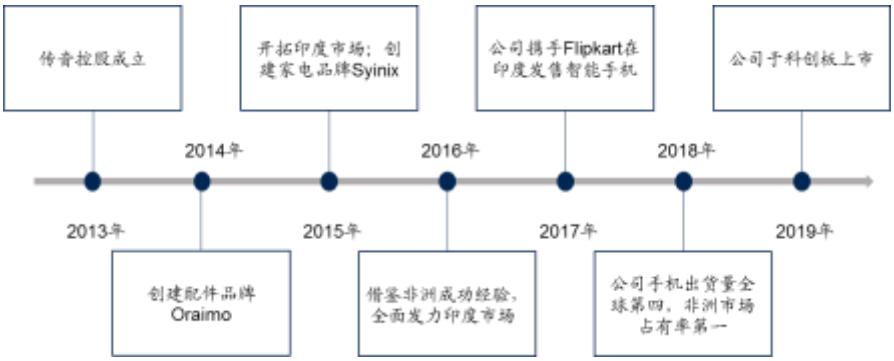
来自中国的非洲手机之王，市占率达 52.5%

从终端硬件到互联网服务

以手机终端业务为核心。传音控股成立于 2013 年，主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营，旗下拥有新兴市场知名手机品牌 TECNO、itel 及 Infinix，销售区域主要集中在非洲、南亚、东南亚、中东和南美等全球新兴市场国家。2019 年传音手机出货量 1.37 亿部，根据 IDC 统计数据，全球市场占有率 8.1%，排名第四；非洲市场占有率 52.5%，排名第一；印度市场占有率 6.8%，排名第五；孟加拉国市场占有率 15.6%，排名第二。

围绕手机业务积极实施多元化战略布局。传音基于在新兴市场积累的领先优势，创立了数码配件品牌 Oraimo，家用电器品牌 Syinix 以及售后服务品牌 Carlcare 等。此外，公司基于自主研发的 HiOS、itelOS 和 XOS 等智能终端操作系统，为新兴市场消费者提供软件预装、分发推送、广告投放等移动互联网应用服务，同时在音乐、新闻、内容聚合、短视频和其他领域开发独立的移动互联网产品。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

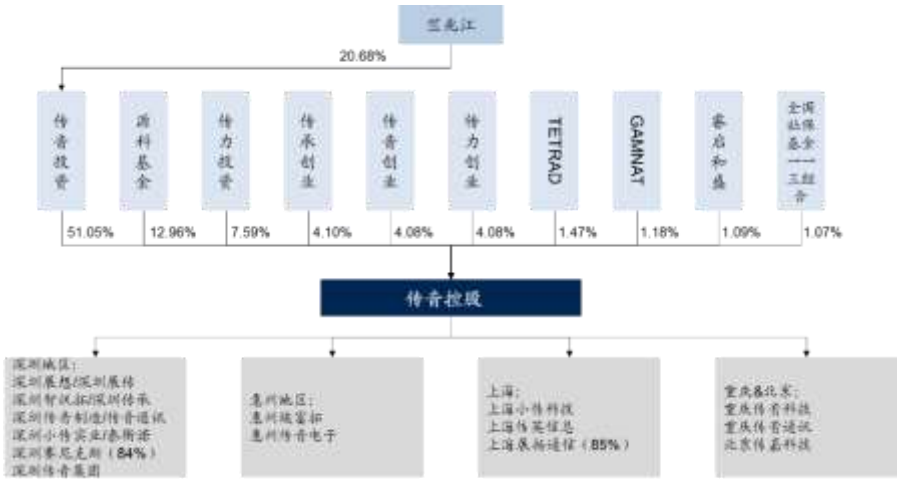
股权结构清晰稳定

实控人具备多年扎实的行业背景。公司实际控制人为董事长竺兆江，控股股东为深圳市传音投资有限公司，持股比例为 51.05%；第二大股东为源科（平潭）股权投资基金合伙企业（有限合伙），持股比例为 12.96%；第三大股东为深圳市传力股权投资管理有限公司，持股比例 7.59%。

公司董事长及创始人竺兆江曾在宁波波导股份有限公司长期担任海外事业部总经理，拥有十多年海外管理经验。公司自设立以来便聚焦于境外经营与运作，核心管理团队深耕非洲多年，具备丰富的境外管理经验，对于非洲及印度等新兴市场有着深刻的理解。

海外子公司广泛布局，适应公司发展需求。公司下属境内外子公司共计 89 家，主要从事采购、生产、销售、技术研发、售后及市场服务、物业及商标持有等业务。其中采购、销售与商标持有主要由香港子公司负责；技术研发主要由境内子公司负责；生产制造主要由境内及印度、埃塞俄比亚、孟加拉的子公司负责；物业持有、售后及市场服务主要由境外子公司负责。

图 2：公司股权架构

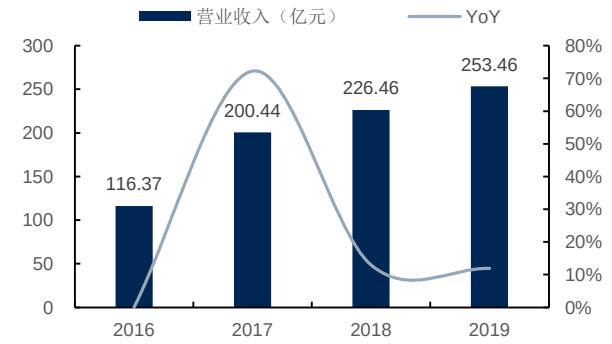


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

业绩表现亮眼，盈利能力稳步增长

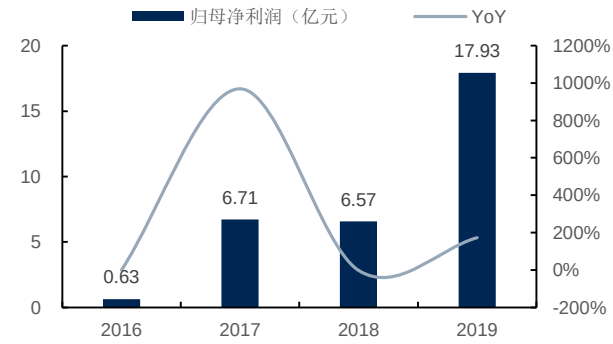
公司营收稳步增长，归母净利润快速提升。2016-2019 年公司营收从 116.37 亿元增长至 253.46 亿元，CAGR 达 29.63%，公司业务稳步增长。2016-2019 年归母净利润从 0.63 亿元增长至 17.93 亿元，CAGR 超过 205%。2018 年归母净利润有所下降，主要系公司为降低汇率波动风险购入外汇远期合约产生 7.79 亿元亏损，净利润水平受到影响。

图 3：公司营业收入及增长率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

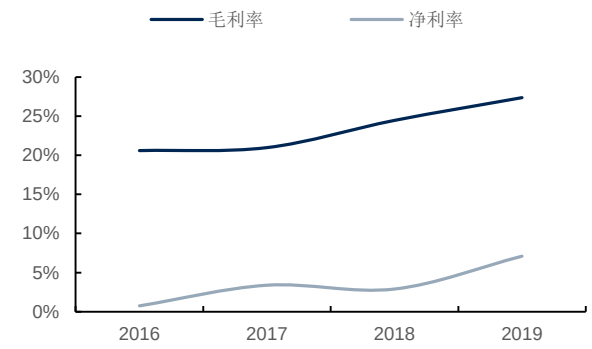
图 4：公司归母净利润及增长率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

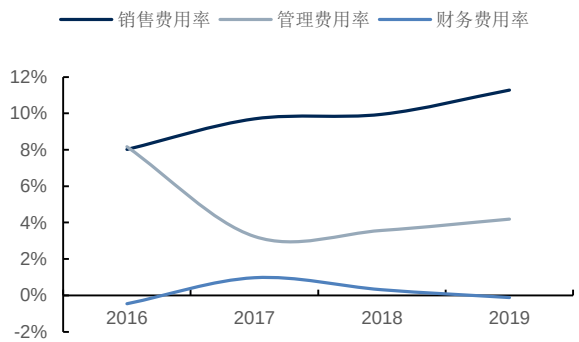
公司毛利率及净利率总体呈增长态势，期间费用率随营收规模增长。2019 年公司毛利率为 27.36%，较 2018 年增长 2.91pct；净利率为 7.09%，较 2018 年增长 4.20pct，主要系公司毛利率高的非洲地区收入占比提升，以及印度地区毛利率有所改善。2016 年公司对骨干员工进行股权激励，股份支付费用为 5.54 亿元，不考虑股份支付影响，管理费用呈持续增长趋势。2019 年公司销售费用为 28.59 亿元、管理费用为 10.61 亿元、财务费用为-0.31 亿元，期间费用率整体随营收规模增长。

图 5：公司利润率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：公司期间费用率情况

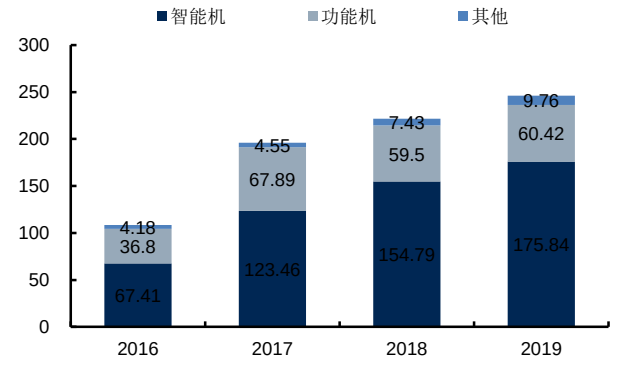


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

手机业务为公司主要收入来源。2019 年公司智能机营业收入为 175.84 亿元，功能机营业收入为 60.42 亿元，合计营收占比为 96.03%。其他业务包括家电、配件、OS 和移动互联的营收也在迅速上升，营收从 2018 年的 7.43 亿元增长到 2019 年的 9.76 亿元，占全年营收比例分别为 3.35%、3.97%。

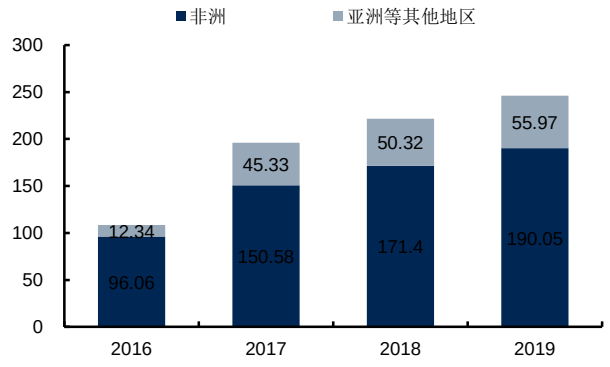
公司业务遍布海外，在非洲拥有强劲竞争力，并且不断拓展印度等新兴市场。2019 年公司来自非洲市场的主营业务收入为 190.05 亿元，同比增长 10.88%，营收占比为 77.25%。公司在稳定发展非洲市场的基础上，大力拓展印度等亚洲新兴市场，2019 年公司来自亚洲等其他地区的主营业务收入为 55.97 亿元，同比增长 11.23%，营收占比为 22.75%，亚洲等其他地区的营收增速较快。

图 7：公司分产品营业收入（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：公司分地区营业收入（亿元）



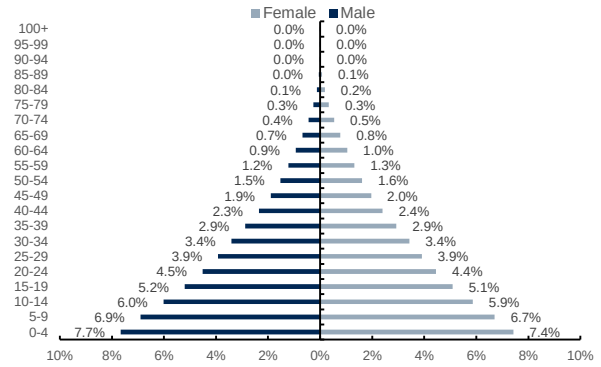
资料来源：Wind。国信证券经济研究所整理

深耕非洲及南亚市场，享差异化策略红利

人口红利叠加智能机升级，非洲市场成长动能充足

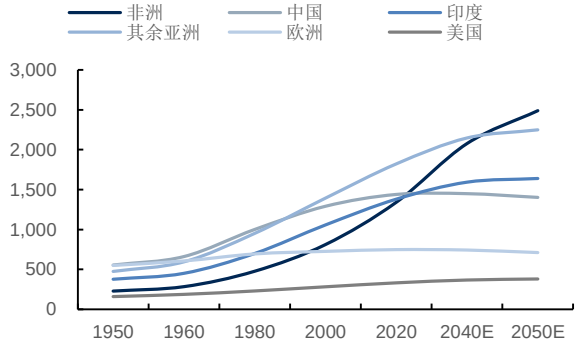
非洲市场人口增速及年龄结构在全球最具活力，预计人口红利将持续释放。非洲拥有庞大的人口基数及年轻的人口结构，并且保持着较快的人口增长速度，总人口数仍将维持上行。据 PopulationPyramid 统计，截至 2019 年非洲总人口达 13.08 亿，其中 0-14 岁人口约占总人口 41%，15-29 岁约占 27%，年轻人口占比大，人口结构呈现典型的金字塔形，预计未来非洲人口仍将上行。

图 9：2019 年非洲人口结构



资料来源：PopulationPyramid，国信证券经济研究所整理

图 10：各地区未来人口预测（百万人）

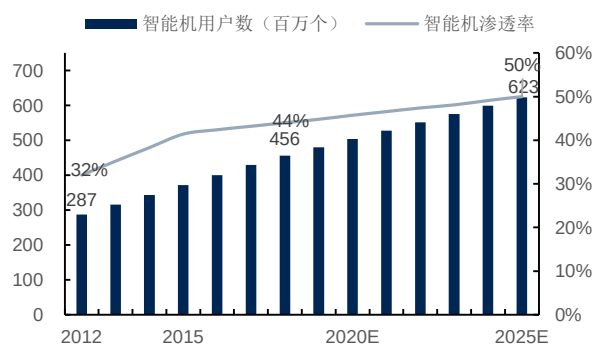


资料来源：PopulationPyramid，国信证券经济研究所整理

移动手机渗透率提升，叠加功能机向智能机切换升级，非洲市场迎来充足成长动能。目前非洲市场的手机渗透率相对较低，根据 GSMA 数据显示，撒哈拉以南非洲地区 2018 年智能机渗透率 39%，GSMA 预计到 2025 年智能机渗透率将提升至 67%，非洲地区智能手机渗透率提升空间大。

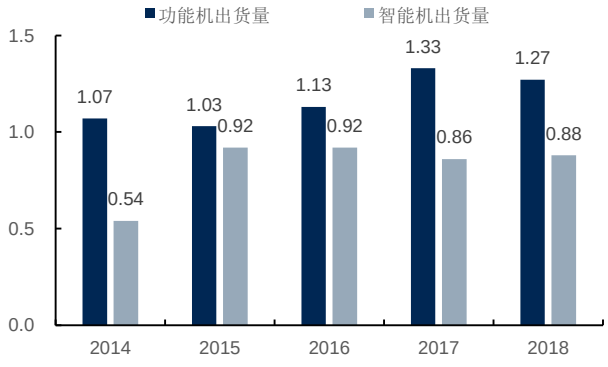
据 IDC 统计，2014-2018 年，非洲市场功能手机出货量由 1.07 亿部增长为 1.27 亿部，保有量则由 4.98 亿部下滑为 3.57 亿部，人均保有量也由 0.43 部下滑至 0.28 部；相反，智能手机出货量由 0.54 亿部增长为 0.88 亿部，保有量由 1.52 亿部增长为 4.30 亿部，人均保有量也由 0.13 部增长为 0.33 部，保有量稳定提升。2018 年非洲市场智能机人均保有量首次超过功能机人均保有量，非洲手机市场正处于功能机向智能机切换升级阶段。

图 11：撒哈拉以南非洲地区智能机用户数及渗透率



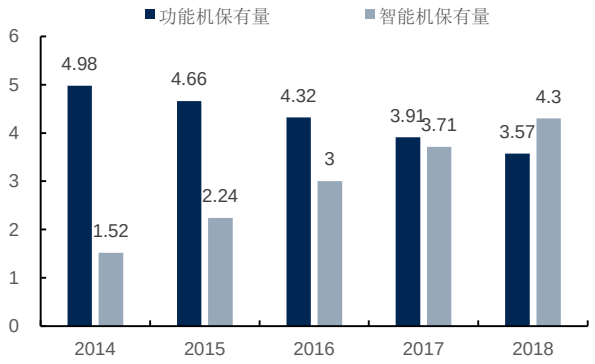
资料来源：GSMA Intelligence，国信证券经济研究所整理

图 12：非洲市场功能机及智能机出货量（亿部）



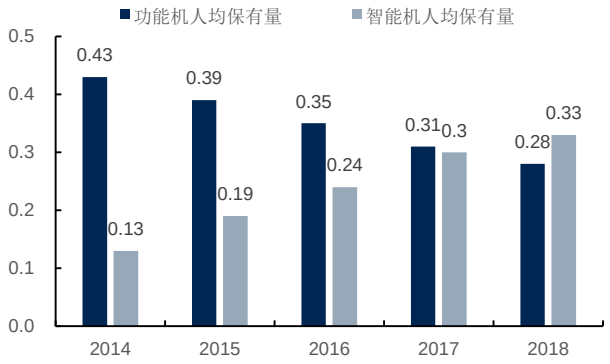
资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 13：非洲市场功能机及智能机保有量（亿部）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

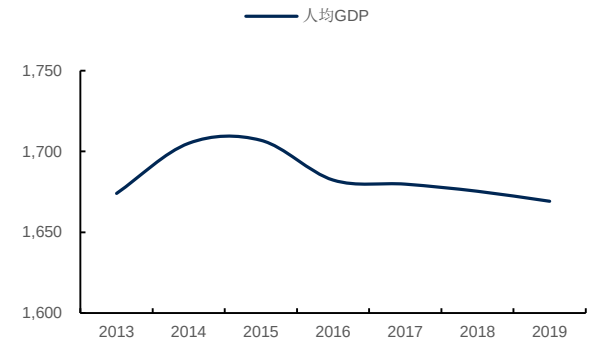
图 14：非洲市场功能机及智能机人均保有量（亿部）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

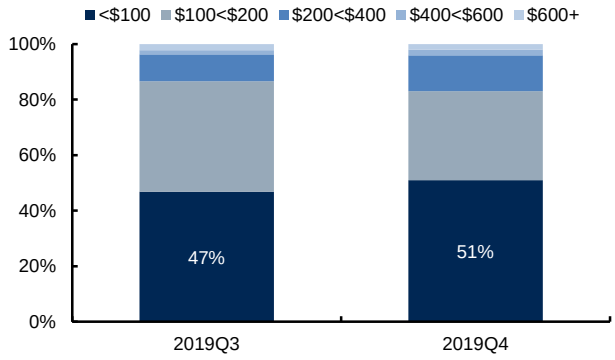
从消费水平来看，非洲人均 GDP 较低，智能手机价位集中于中低端，预计未来伴随着非洲经济水平提升，智能手机消费能力有望随之提升。据 IDC 统计，非洲智能手机消费水平集中在 100 美元以下，2019 年 Q4 当地智能手机价位低于 100 美元的约占 51%。随着当地经济水平的逐步提升和基础设施建设的逐渐完善，用户群体的手机迭代周期不断缩短，智能手机需求有望不断增长。

图 15：撒哈拉以南非洲地区人均 GDP（2010 年不变价美元）



资料来源：World Bank，国信证券经济研究所整理

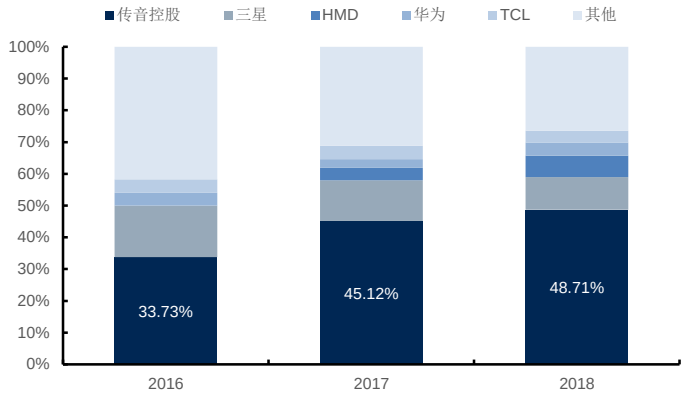
图 16：非洲智能手机价位段



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

传音控股为非洲市场绝对龙头。公司凭借技术创新、销售网络等先发竞争优势加大非洲市场的开发力度，增加区域销售网点并引入新的经销商，2018 年公司非洲市场占有率稳步提升至 48.71%，在与其他手机厂商的竞争中占有绝对优势，并且保持强劲增长态势。

图 17：非洲市场全球手机品牌商市场份额

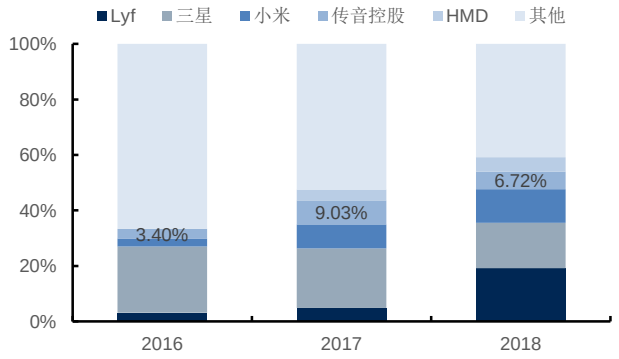


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

南亚存量市场竞争激烈，智能机放量空间大

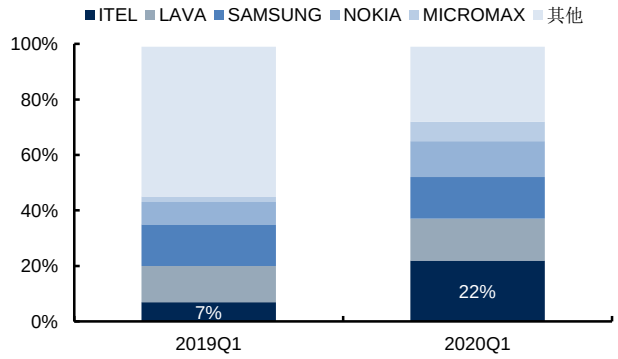
南亚市场竞争激烈，传音功能机业绩表现亮眼。由于三星、小米等厂商对南亚市场的研发、营销等领域持续增加投入；印度本土厂商 lyf 依赖本地运营商领域的优势，在功能机领域推出了绑定流量的超低价功能机业务，抢占市场份额，导致公司在印度市场市占率由 2017 年的 9.03%下滑至 2018 年的 6.72%。但是公司坚持切合印度市场的营销策略，根据 IDC 数据，2020 年 Q1 itel 在印度市场功能机份额 18.6%，位列第三。

图 18：印度市场全球手机品牌商市场份额



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 19：2020 年 Q1 印度市场功能机市场份额

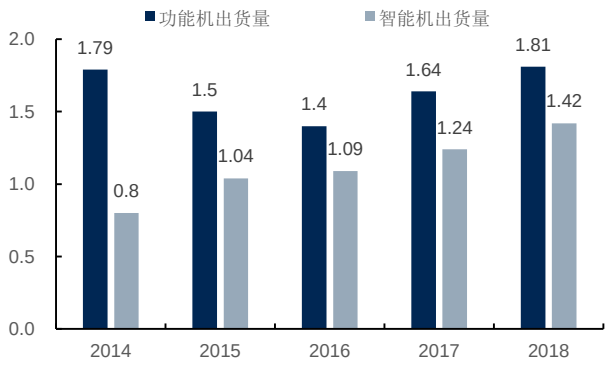


资料来源：Counterpoint，国信证券经济研究所整理

南亚手机市场仍具有较大的发展空间。据 IDC 统计，2014 年-2018 年印度市场功能手机出货量由 1.79 亿部增长为 1.81 亿部，保有量由 5.67 亿部下降为 4.90 亿部，人均保有量由 0.44 部下降为 0.36 部；智能手机出货量由 0.80 亿部增长为 1.42 亿部，保有量由 1.29 亿部增长为 3.69 亿部，人均保有量由 0.10 部增长为 0.27 部。据 Statista 数据，2018 年印度的智能机渗透率仅为 26%。

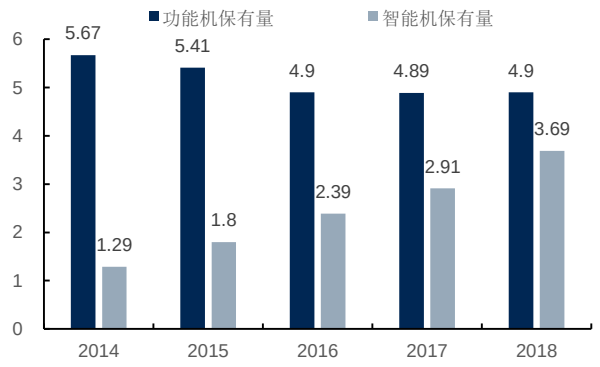
一方面，由于印度经济发展水平仍极不均衡，国内贫富差距较大，中低端手机依然在该国消费者中占主导地位，功能手机和低端智能手机在印度市场仍具有较强的结构性需求；另一方面，随着近年来印度经济快速增长，印度市场已成长为全球主要手机消费市场之一，市场容量巨大，未来随着智能机放量，传音在印度市场也存在较大发展空间。

图 20：印度市场手机出货量（亿部）



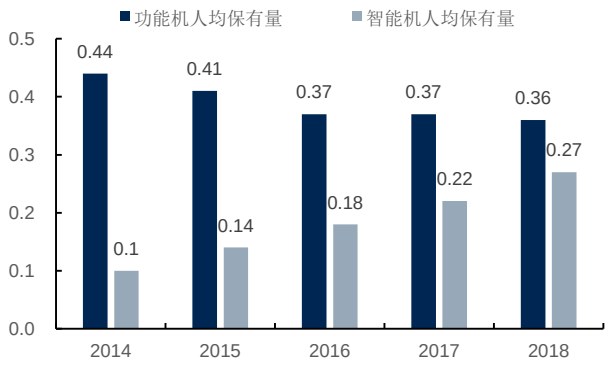
资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 21：印度市场功能机及智能机保有量（亿部）



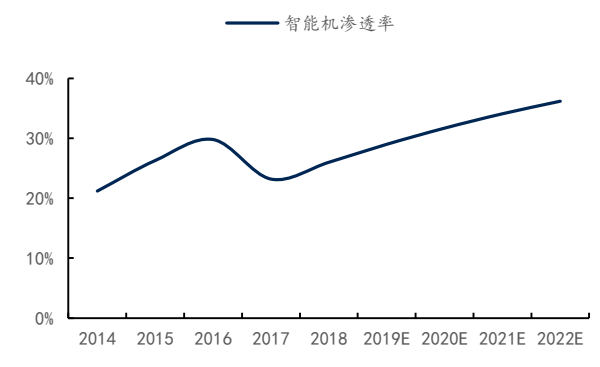
资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 22：印度市场功能机及智能机人均保有量（亿部）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 23：印度市场智能机渗透率



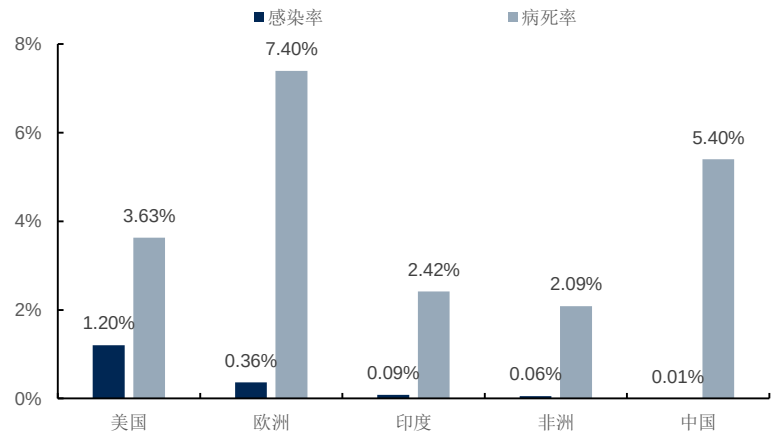
资料来源：Statista，国信证券经济研究所整理

疫情下非洲与印度手机市场的预期与转折

2020 年 5-6 月份，随着欧洲美国疫情的快速恶化，市场判断新兴国家的疫情也将进入失控状态，随后的印度市场印证了这一观点。但是从人口平均年龄来看，欧洲 44 岁、中美 37 岁、印度 26 岁、非洲 19 岁，疫情影响强弱依次排序；同时，撒哈拉以南非洲和印度地区的城镇化水平远低于美国和中国，城镇人口占比仅为 30%-40%左右，抵御疫情能力较强。截至 2020 年 7 月 21 日晚，欧洲地区的病死率最高，达到了 7.40%，其次为中国 5.40%、美国 3.63%、印度 2.42%及非洲 2.09%，非洲及印度地区的感染率及病死率均远低于美国和欧洲地区。

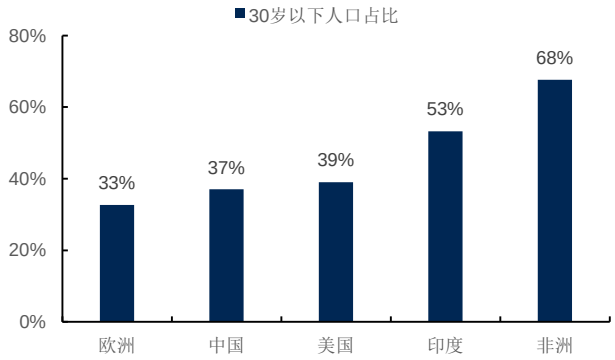
我们认为年轻的人口年龄结构、高温气候以及居住分散等特点一定程度上能够提高疫情的存活率。**非洲年轻的人口年龄结构及较低的城镇化程度对于疫情抵抗能力最强，人口成长速度高，虽然短期内手机线下销售渠道受阻，但长期而言手机需求仍旧强劲，基本不受到疫情影响；从供给端来看，传音的主要产线在国内已经完全恢复，中国良好的疫情控制使得公司复工较早，产能不受影响。**

图 24：各地区新冠疫情影响情况（截至 2020.07.21 21:29）



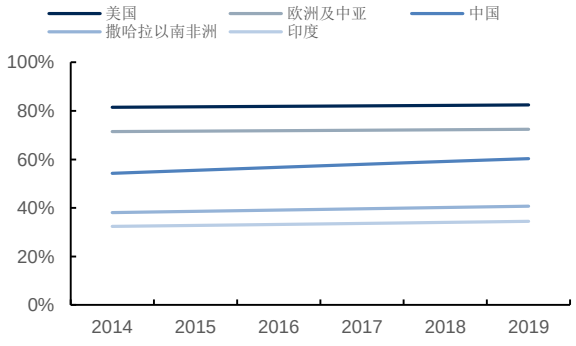
资料来源：UC 数据，PopulationPyramid，国信证券经济研究所整理

图 25：2019 年各地区 30 岁以下人口占比



资料来源：PopulationPyramid，国信证券经济研究所整理

图 26：各地区城镇人口占总人口比例



资料来源：World Bank，国信证券经济研究所整理

强品牌、本土化构筑核心竞争力

多品牌战略覆盖主流人群，品牌溢价能力可观

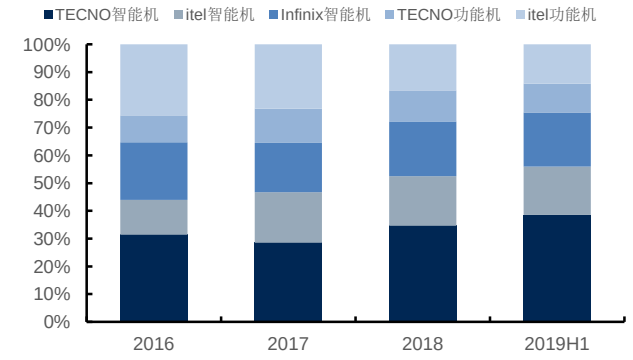
多品牌战略差异化覆盖主流消费人群，为传音赢得广泛用户基础。公司在手机主业领域主要有 TECNO、itel 及 Infinix 三大手机品牌，其中 TECNO 品牌是公司旗下中高端品牌，定位于新兴市场正在兴起的中产阶级消费群体；itel 品牌系公司旗下大众品牌，目标消费者定位于新兴市场的广大基层消费者以及价值导向型用户；Infinix 品牌定位于新兴市场年轻人喜爱的时尚科技品牌，重点发展数字营销和粉丝运营，深受时尚科技年轻人的喜爱。

图 27：公司旗下三大手机品牌

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

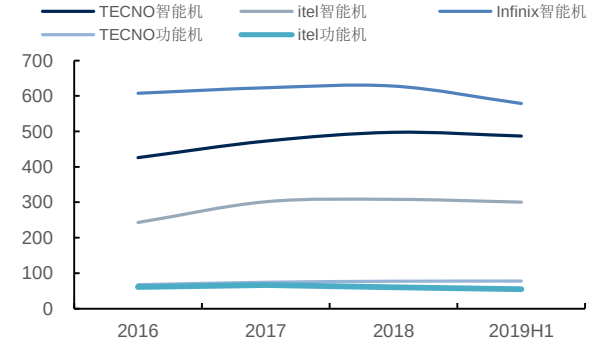
从收入结构上看，智能机方面，2019 年上半年 TECNO 智能机占比约为五成，其次为 Infinix 智能机占比 23%，itel 智能机占比 26%；功能机方面，TECNO 功能机占比约四成，itel 功能机占比约六成。从平均售价来看，对智能机而言，2019 上半年 Infinix 均价最高，近 600 元/部，TECNO 均价近 500 元/部，itel 均价近 300 元/部，与公司品牌市场定位相符；功能机均价总体保持稳定，TECNO 均价约 77 元/部，、itel 功能机均价稳定在 60 元/部。

图 28：公司三大品牌销售额占比



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 29：公司三大品牌平均售价（元/部）



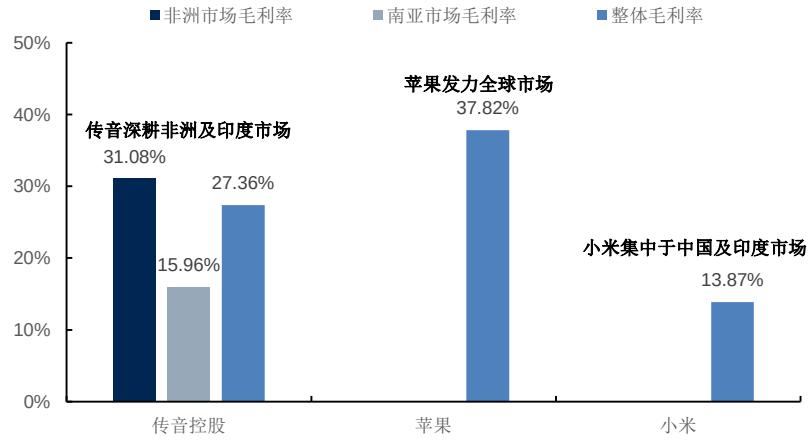
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

领先的市占率塑造传音品牌影响力。2019 年传音手机出货量 1.37 亿部，据 IDC 统计，全球市场占有率 8.1%，排名第四；非洲市场占有率 52.5%，排名第一；印度市场占有率 6.8%，排名第五；孟加拉国市场占有率 15.6%，排名第二。在

知名泛非商业杂志《African Business》（2020 年 6 月版）发布的“2019/2020 年度最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜中，传音旗下三大手机品牌 TECNO、itel 及 Infinix 分别位列第 5、21 及 27 名；在百强榜中，TECNO 连续多年位居入选的中国品牌之首，itel 位居中国品牌第二名。

虽然公司产品定位功能机和低端智能手机，但是仍具备强大的品牌溢价能力。一般而言，手机品牌商的毛利率受公司产品定位的影响比较大。虽然传音控股深耕非洲、印度等新兴市场，产品定位于功能机和低端智能手机，但是 2019 年公司在非洲市场毛利率为 31.08%，接近生产高端产品并且从事互联网业务的苹果毛利率（37.82%），远超奉行薄利多销营销策略的小米（13.87%）和其他国内品牌手机，品牌溢价能力凸显。

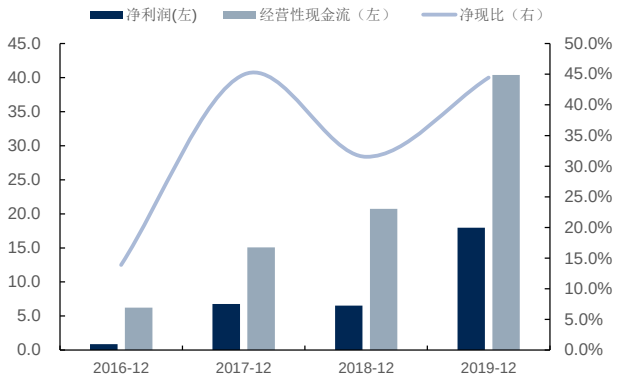
图 30：2019 年手机品牌商毛利率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

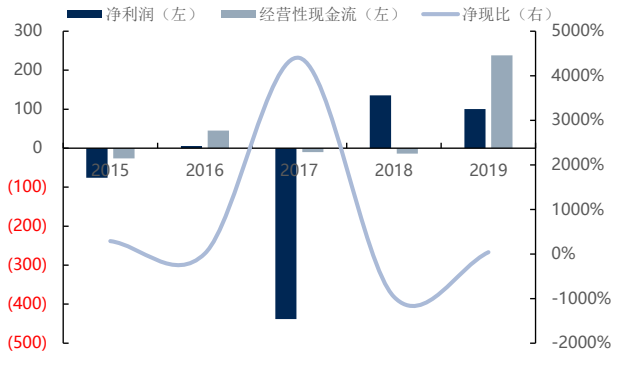
传音控股利润和现金流规模十分匹配，相较于同业公司具备更好的持续经营能力。传音控股净利润和现金流比例比例约为 15%-40%，且有持续向上趋势。而同业企业同一指标波动巨大，盈利能力具备不确定性。

图 31：传音控股现金流



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 32：小米集团现金流



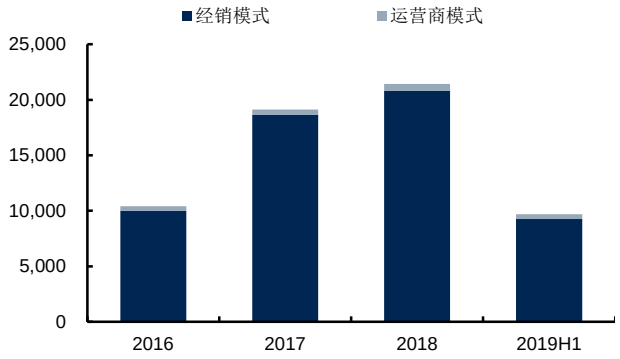
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

重视线下渠道建设，覆盖面广、渗透力强

公司的销售模式以经销为主，以少量运营商销售为辅，逐步建立和完善了一套

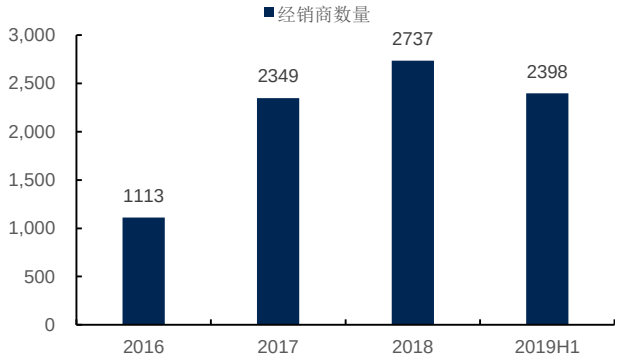
覆盖面广、渗透力强、稳定性高的营销渠道网络。公司产品已进入全球 70 多个国家和地区，与各市场国家超过 2000 家具有丰富销售经验的经销商客户建立了密切的合作关系，已形成覆盖非洲、南亚、东南亚、中东和南美中东等全球主要新兴市场的销售网络。2017-2018 年公司经销模式收入占比分别为 97.6%/97.2%。公司持续拓展经销商数量，2016-2018 年分别为 1113 家、2349 家和 2737 家。

图 33：公司分销模式收入（百万元）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

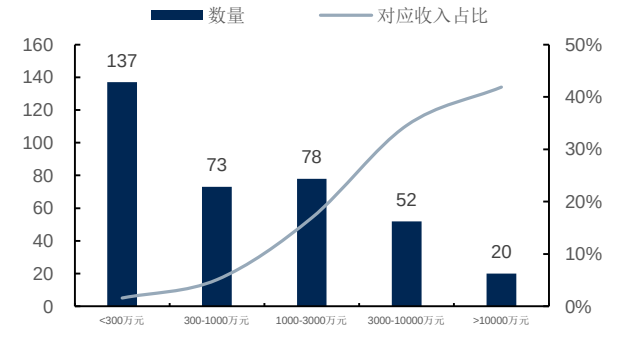
图 34：公司经销商数量（截至 2019 年 6 月）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

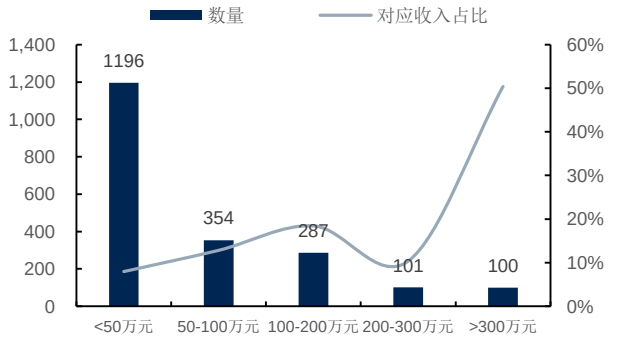
分市场来看，截至 2019 年 6 月底，公司非洲地区经销商以签约的长期客户为主，同时公司非洲地区经销商收入规模相对较大，收入规模 3,000 万以上经销商对应收入占比达 76.43%。公司于 2016 年下半年开始开拓印度市场，由于印度市场竞争激烈，经销渠道较为扁平化，经销商具有规模小、数量多的特点，公司印度及其他地区经销商收入规模相对较小，收入规模 300 万元以下经销商对应收入占比为 49.60%。

图 35：2019 年 H1 公司非洲地区经销商收入规模分布



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

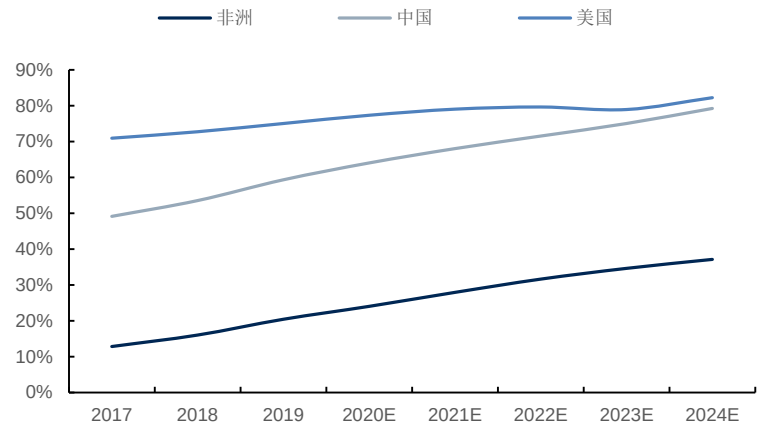
图 36：2019 年 H1 公司印度及其他地区经销商收入规模分布



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

与国内市场不同，由于非洲市场的分散性和消费者特点，线下渠道优势难以替代。市场普遍认可国内其他品牌的线上模式，但是却忽略了中低端市场的线下渠道价值。其实非洲市场不同于国内市场，第一，它是由 54 个国家构成的分散化市场，其天然存在着货币使用多样化、消费者偏好差异大等特点；第二，非洲没有成熟的物流体系和电商市场为基础，线上渠道的优势难以施展。根据 Statista 统计，2019 年非洲电商市场用户渗透率为 20.4%，远低于中国的 79.2%及美国的 82.2%。

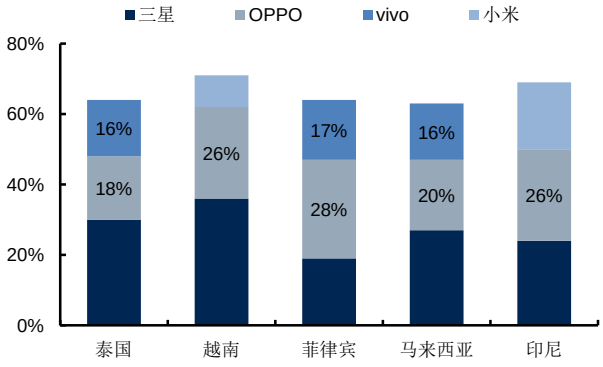
图 37：各地区电商市场用户渗透率



资料来源：Statista，国信证券经济研究所整理

国内手机品牌纷纷出海，OV 凭借深耕线下渠道获得市场认可，市占率称霸东南亚。2009 年 OPPO 以泰国为桥头堡打开东南亚市场；2014 年 vivo 同样以泰国为起点随后拓展菲律宾、缅甸等海外市场。二者快速打开东南亚市场的共同点之一在于重视线下渠道建设，市场下沉进行深度营销。以 OPPO 为例，2017 年其在印尼所有城市就拥有超过 20000 个经销商伙伴，构建了完整密集的销售体系。据 Canalys 发布的 2019 年 Q2 东南亚手机品牌市场份额排名，在泰国、菲律宾、马来西亚等东南亚主要市场，ov 市场份额合计均达到 35%以上，在新兴市场深耕线下渠道的营销策略获得市场认可。

图 38：2019 年 Q2 东南亚地区智能手机品牌市场份额



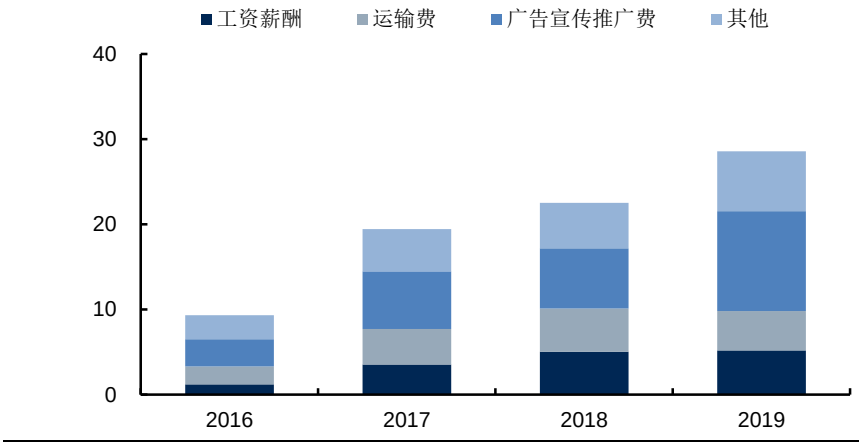
资料来源：Canalys，国信证券经济研究所整理

传音进入非洲市场后，多年来一直努力打造自己的渠道体系，重视线下渠道建设。在建立覆盖广泛的一级经销渠道的同时，传音致力于加强与一级经销商下游分销商甚至终端零售渠道的合作。对于重点市场及重点经销商客户，公司坚持渠道下沉策略，配备销售专员与经销商、分销商和零售商保持长期稳定的日常沟通，以及时获取一手市场反馈和需求信息，与渠道商共同成长。公司的销售渠道的先发优势，为巩固和提升非洲、南亚、东南亚、中东和南美等新兴市场的市场占有率奠定了坚实的基础。

近四年来传音控股销售费用持续加码，加速提升自身渠道掌控力。公司销售费用从 2016 年的 9.33 亿元增长至 2019 年的 28.59 亿元，CAGR 高达 32.21%，销售渠道布局持续加码。从销售费用结构来看，2019 年公司的广告宣传推广费为 11.71 亿元，销售费用占比最高，达 40.96%，进一步提升渠道掌控力，品牌

影响力也随之扩大。

图 39：公司销售费用明细



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

完善的渠道布局进一步增强了公司与终端用户的产品粘性，为公司巩固及提升市场占有率提供强大保障。除了重视线下销售渠道的建设之外，公司还在物流网络、线上销售以及售后服务进行全方位的渠道建设。公司在迪拜、埃塞俄比亚、印度、孟加拉等海外国家自设物流仓，已形成销售市场联动、中央物流与区域物流优势互补的物流配送体系。公司专业售后服务品牌 Carlcare 目前已在全球建有超过 2,000 个服务网点，是非洲最大电子类及家电类产品服务方案解决商。

表 4：公司渠道布局

渠道类别	具体布局
物流网络	● 公司在迪拜、埃塞俄比亚、印度、孟加拉等海外国家自设物流仓，综合运用空运、海运等多种运输方式，实现非洲、东南亚、南亚等地区产品及原材料的快速交付
零售渠道	● 公司针对零售终端资源建立了完整的管理体系，在信息不发达的非洲市场建立了较为通畅的销售网络 ● 公司配备销售专员与经销商、分销商和零售商保持长期稳定的日常沟通，以及时获取一手市场反馈和需求信息
线上销售	● 公司为大力开拓印度市场线上销售渠道，2018 年 7 月开始与当地最大零售电商平台 Flipkart India Private Limited 合作
售后服务	● 公司拥有专业的售后服务品牌 Carlcare，服务品类已覆盖自有品牌的手机产品和家用电器产品，并逐步向非自有品牌及其他品类拓展

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

高效供应链管理，保障低成本

以产订购，高效的供应链管理保障低成本。公司原材料的采购主要采用以产定购模式，具体而言，公司根据市场预测或客户订单确定物料总需求量和实际需求量并保证预留一定的安全库存，最后向供应商发出采购订单。公司主要采购的原材料包括屏幕、存储器、芯片、电池及摄像头等，其中屏幕、电池、摄像头等基本均采购自国内厂商，基带芯片、存储器等部分采购自境外厂商。

表 5：公司主要原材料供应商

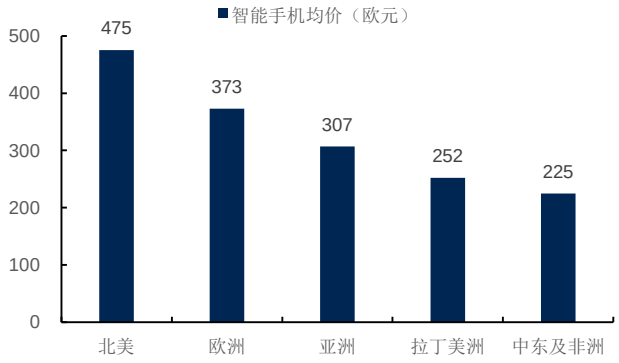
主要原材料	主要供应商
屏幕	华显光电、合力泰、帝晶光电、中显智能
存储器	金士顿、拓达电子
芯片	MTK
电池	风华新能源、天贸电池
摄像头	盛泰光学、三赢兴电子、欧菲光

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

凭借规模及品牌优势，公司在采购环节与供应商建立了稳定友好的合作关系，通过实行供应商考评体系和严格的采购审批制度，在降低原材料的采购成本的同时，保证了原材料的品质和交期。公司作为手机品牌商，积极推动国内手机零部件供应商出海建厂，进一步增强了采购及时性与稳定性。

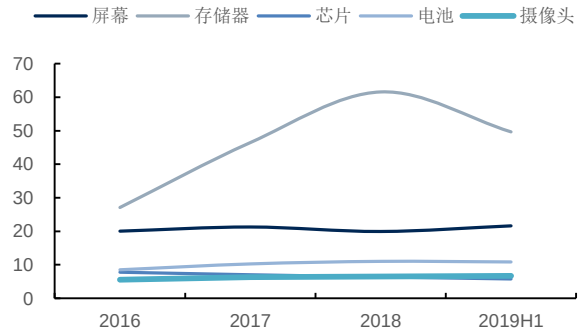
供应链管理是成本竞争的核心，传音控股的供应链更适合非洲市场需求，在政策多变的新兴市场保持稳健增长和优秀的利润水平。据 Statista 统计，2019 年北美地区智能手机均价为 475 欧元，远高于中东及非洲地区的 225 欧元均价，非洲智能手机市场集中于中低端价位。传音产品定位于功能机、中低端智能机，生产线原材料成本适配于非洲市场需求，与上游关键元器件供应商合作关系稳定，是其非洲市场的主要客户之一。同时，公司扎根于非洲市场多年，在非洲市场具有高市占率，拥有较强的供应商议价能力，成本管控能力强。

图 40：2019 年分地区智能手机均价



资料来源：Statista，国信证券经济研究所整理

图 41：公司原材料采购价格（元/个）



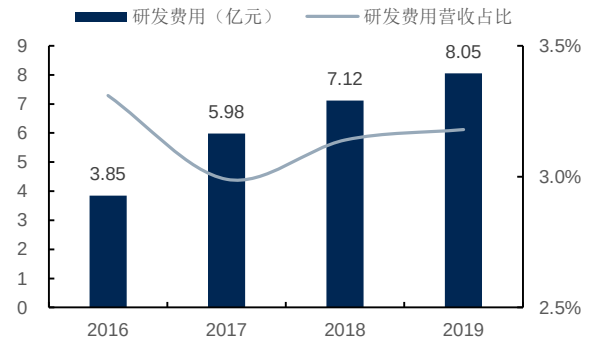
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

为满足不同国家消费者差异化的市场需求，公司还搭建了多元化的柔性生产线，具有多品种、多批量的生产制造能力。此外公司在埃塞俄比亚、印度、孟加拉国等地设立自有工厂，一方面对于市场需求可进行快速响应，另一方面也带动了当地就业及生产配套设施建设。公司快速的市场响应及柔性化生产能力使得公司在市场中获得了良好的口碑和信誉，进一步构筑市场进入壁垒。

技术研发本土化，高度切合市场需求

公司持续加大研发费用。传音的研发费用从 2016 年的 3.85 亿元增长至 2019 年的 8.05 亿元，增幅高达 109%。2016-2019 年研发投入的营收占比分别为 3.31%、2.99%、3.14%和 3.18%，保持在较高水平。公司是最早进入非洲的国产手机厂商，拥有多年技术沉淀，对于非洲市场及用户群体有着深刻的洞察与理解，非洲市场领先的市场占有率为公司带来了天然、持续和稳定的数据与流量，引领当地的手机设计、工艺等方面的升级方向。

图 42：公司研发费用及营收占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 43：非洲消费者使用传音手机自拍

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

经过多年积累，公司取得了一系列高度切合非洲市场的研发成果。研制黑人肤色摄像技术、夜间拍照捕捉技术和暗处人脸识别解锁功能等个性化应用技术，其中传音影像研发团队还斩获了 CVPR 2020 LIP 国际竞赛深肤色人像分割赛道冠军；针对非洲局部地区经常停电、使用者手部汗液多等问题，公司还针对性地研制低成本高压快充技术、超长待机和防汗液 USB 端口等；针对非洲消费者的娱乐方式，研制适合非洲音乐的低音设计和喇叭设计等。

表 6：公司部分核心技术的具体运用情况

序号	核心技术名称	在产品中的运用情况	产业化时间
1	深肤色人像夜间拍照	应用于公司 TECNO、Infinix、itel 的部分系列的智能机产品，解决深肤色用户群体的暗光自拍的问题	2014 年
2	深肤色智能美颜	应用于公司 TECNO、Infinix、itel 的部分系列的智能机产品，解决了深肤色消费群体群体美颜拍照的问题	2015 年
3	深肤色人脸识别	应用于公司 TECNO、Infinix 的部分系列的智能机产品，提高深肤色人脸识别的准确率	2016 年
4	手机防水防腐蚀设计	应用于公司 TECNO、Infinixitel 的部分系列的智能机、功能机产品，提升产品的防腐蚀度	2016 年
5	基于本地化的硬件深度定制	应用于公司 TECNO、Infinixitel 的部分系列的智能机、功能机产品，提高产品的性价比，提升用户满意度	2016 年

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

高市占率下移动互联网业务成长可期

传音控股在互联网领域的业务，主要分为依托自家手机 OS 系统而开发的工具类应用，以及在非洲、南亚地区与领先互联网公司合作打造的独立 APP。

图 44：公司移动互联网服务业务布局

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

依托传音 OS，泛广告类业务具备快速变现能力

移动 OS 系统是移动互联网业务的基础。移动 OS 系统（Mobile OS），是在嵌入式操作系统基础之上发展而来的专门为手机设计的操作系统，是管理和控制手机硬件与软件资源的程序，是直接运行在“裸机”上的最基本的系统软件。OS 系统为用户使用手机提供统一的接口和友好的交互界面，也为手机功能的扩展、第三方软件的安装与运行提供平台。目前主流的 OS 系统包括 Android、iOS、KaiOS 等，其中包括基于 Android 深度定制的 LG Optimus、MIUI 等一大批移动操作系统。

高市占率为传音 OS 赢得高装机量，打开传音移动互联网增值业务的硬件入口。公司旗下手机品牌均搭载了基于 Android 系统平台二次开发、深度定制的智能终端操作系统（OS），包括 HiOS、itelOS 和 XOS。2018 年传音智能手机的全球出货量为 38.66 百万部，市占率为 2.75%，排名第 9，较 2016 年 1.17%的市场占有率增加 1.58pct，智能手机的出货量和市场占有率明显提升。

表 7：全球手机品牌厂商智能手机出货量及市占率（百万部，%）

排名	厂商	2018 年出货量	2018 年市占率	2017 年出货量	2017 年市占率	2016 年出货量	2016 年市占率
1	三星	292.17	20.78%	317.66	21.68%	311.42	21.19%
2	苹果	208.80	14.85%	215.78	14.72%	215.40	14.66%
3	华为	206.01	14.65%	154.20	10.52%	139.34	9.48%
4	小米	122.51	8.71%	97.72	6.33%	53.04	3.61%
5	OPPO	113.31	8.06%	111.70	7.62%	99.78	6.79%
6	vivo	101.13	7.19%	82.62	5.98%	77.25	5.26%
7	Lenovo	40.76	2.90%	50.33	3.43%	51.00	3.47%
8	LG	39.51	2.81%	55.78	3.81%	55.13	3.75%
9	**传音控股**	**38.66**	**2.75%**	**28.82**	**1.97%**	**17.15**	**1.17%**
10	HMD	18.82	1.34%	10.08	0.69%	-	0.00%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

对功能机市场而言，传音在全球市场竞争优势明显。2016 年至 2018 年，公司功能手机全球出货量均排名第一，市场占有率分别为 12.12%、19.62%和 19.47%，市占率不断攀升。

表 8：全球手机品牌厂商功能手机出货量及市占率（百万部，%）

排名	厂商	2018 年出货量	2018 年市占率	2017 年出货量	2017 年市占率	2016 年出货量	2016 年市占率
1	**传音控股**	**94.45**	**19.47%**	**100.47**	**19.62%**	**60.76**	**12.12%**
2	HMD	66.12	13.63%	59.20	11.56%	-	0.00%
3	Lyf	65.52	13.51%	13.55	2.65%	-	0.00%
4	三星	31.97	6.59%	51.62	10.08%	52.82	10.53%
5	TCL	19.79	4.08%	22.99	4.49%	26.54	5.29%
6	Lava	14.96	3.08%	12.20	2.38%	19.29	3.85%
7	Symphony	7.84	1.62%	7.93	1.55%	7.40	1.48%
8	Micromax	6.82	1.41%	17.25	3.37%	18.38	3.67%
9	Karbonn	5.18	1.07%	7.49	1.46%	10.00	1.99%
10	X-Tigi	3.36	0.69%	2.60	0.51%	2.60	0.52%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

传音凭借其在非洲及印度市场领先的市场占有率积累了天然、持续和稳定的用户流量，随着公司生产的智能手机出货量快速增长，传音 OS 系统市场占有率也不断提升。截至目前，公司自主研发的传音 OS 已成为非洲等全球主要新兴市场的主流操作系统之一。

基于传音 OS 的移动互联网业务具备快速变现能力。手机硬件中搭载的传音 OS 系统为用户提供了便捷、高效的互联网流量入口，围绕传音 OS 公司开发了应用商店、游戏中心、广告分发平台以及手机管家等工具类应用程序，通过提供应用预装、应用/游戏分发、游戏联运、广告展示、付费素材/主题以及本地化服务聚合等移动互联网增值服务，形成自流量聚集、分发至流量变现的商业盈利模式，具备快速变现能力。随着传音市占率不断提升，与硬件、与系统强捆绑的泛广告类业务市场空间成长可期。

独立 APP 迎来海外发展新机遇

公司与网易等多家国内领先的互联网公司，在音乐、游戏、短视频、内容聚合及其他应用领域进行出海战略合作，涉及短视频、移动支付、在线音乐、在线小说等，积极开发和孵化移动互联网产品。截止 2020 年上半年末，已有 7 款月活用户超过 1000 万的应用程序，其中包括音乐流媒体平台 Boomplay、新闻聚合类应用 Scooper、短视频类应用程序 Vskit 等。**在非洲及印度市场的高市占率使得传音在与互联网公司在合作开发运营 APP 时具有更强的市场拓展能力及溢价能力。**

Boomplay：非洲最大的音乐流媒体

Boomplay 是由网易集团与传音控股共同创办的合资公司传易集团开发和拥有的音乐和视频流平台。Boomplay 应用程序于 2015 年在尼日利亚首次启动，2017 年“Apps Africa Awards”荣获“最佳非洲应用程序”奖，截止 2020 年 6 月末已有 8000 万激活用户，拥有 2000 万首歌曲和视频，是非洲规模最大，发展最快的音乐应用程序；同时 Boomplay 与全球三大唱片公司环球音乐、华纳音乐、索尼音乐以及全球最大独立音乐发行商 Merlin Network 达成版权合作，站稳非洲最大的音乐流媒体平台地位。

表 9：2020 年 Q1 非洲地区音乐类 APP 榜单前 5 名

排名	APP 名称	开发者公司	周活跃率	周人均打开次数	周人均使用时长/分钟
1	Google Play Music	Google LLC	17.00%	15.0	10.63
2	Boomplay	Transsnet Music Limited	16.52%	21.6	40.78
3	SoundCloud	SoundCloud	3.74%	28.7	22.95
4	Lark Player	Mobiuspace Tech Top Player	1.18%	15.9	26.77
5	[illegible]	apps Islamic 2017	1.18%	5.0	6.43

资料来源：触宝大数据，国信证券经济研究所整理

Vskit：打造非洲领先短视频

Vskit 是传易集团所打造类似于“抖音”的短视频创作平台，于 2018 年 3 月在非洲正式上线。用户通过该 APP 可以拍摄 15 秒以内的短视频并上传分享到平台上，主要覆盖撒哈拉以南非洲国家，支持英语、法语、斯瓦希里语和阿姆哈拉语等多种语言。

目前非洲地区短视频领域竞争激烈，TikTok（抖音）凭借强有力的营销策略迅速抢占非洲市场。而 Vskit 前期在非洲市场主要以积累用户与流量为主，后期将坚持“内容本地化”进一步开拓非洲市场，透过与非洲本地 KOL(Key Opinion Leader 关键意见领袖)的合作，构建本地的 MCN 生态(Multi-Channel Network 一种多频道网络的产品形态)，积累本地短视频内容的优势与壁垒。

发展数码及家电业务，万物互联潜力大

Oraimo 是传音创立的专业 3C 产品配件品牌，致力于为消费者提供时尚、精美的产品，其销售的手机数码配件主要包括智能音箱、智能手环、移动电源、蓝牙耳机等，销售已经成功覆盖非洲、亚洲 30 多个国家和地区，现已成为非洲最受消费者欢迎的 3C 配件品牌之一。Syinix 是公司创立的家电品牌，致力于促进非洲地区的家电产业发展，销售的家用电器产品主要有电视、冰箱、空调、洗衣机和电风扇等。

图 45：公司 Oraimo 品牌数码配件产品

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

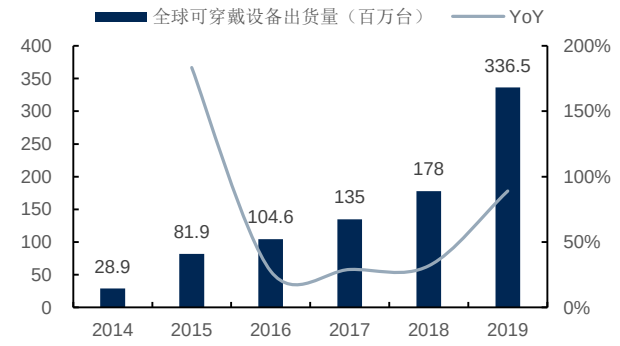
图 46：公司 Syinix 品牌家电产品

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

TWS 等可穿戴市场火爆，未来需求前景广阔。IDC 数据显示，2019 年全球可穿戴设备出货量达到 3.365 亿部，相比 2018 年的 1.78 亿部增长了 89%。其中 TWS 耳机增幅最大，2019 年出货量为 1.705 亿部，相较 2018 年增长率超过 250%；智能手环的出货量为 6940 万部，较去年增长了 37.4%；智能手表的出货量为 9240 万部，较去年增长 22.7%。根据 GFK 的数据预测，整个 TWS 耳机市场将从 2017 年的 2 亿美元增长到 2020 年的 110 亿美元以上。

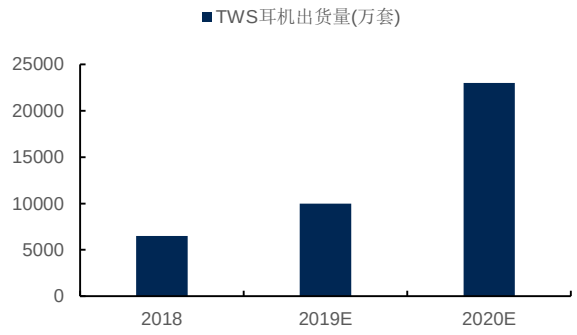
借力手机业务销售渠道，公司数码配件业务有望快速提升。公司深耕非洲和印度等新兴市场，同当地经销商及终端零售渠道达成了良好稳定的合作关系，渠道的先发优势助力公司数码配件产品打开并快速抢占市场；此外，公司手机业务在非洲等地发展良好，品牌影响力也带动了公司数码配件的销售。

图 47：全球可穿戴设备出货量



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

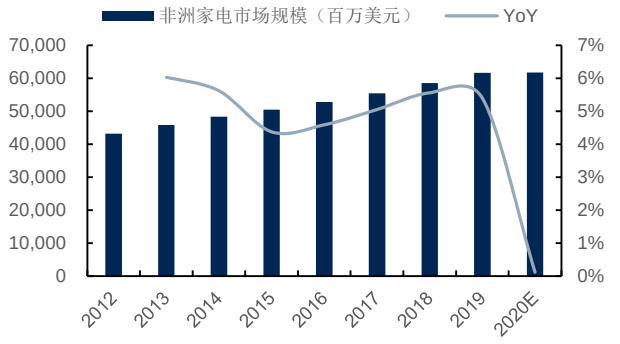
图 48：TWS 耳机出货量预估



资料来源：GFK，国信证券经济研究所整理

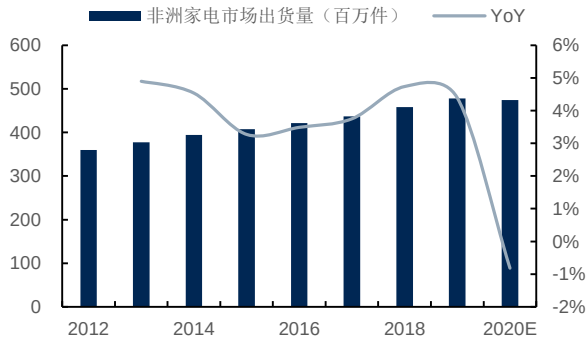
受益于庞大的人口基数，非洲家电市场前景广阔。据 PopulationPyramid 数据，截至 2019 年，非洲人口为 13.08 亿，预计 2025 年将超过 15 亿人，人口基数庞大。Statista 统计，2019 年非洲地区家电市场规模约为 617 亿美元，较 2018 年增长 5.4%；出货量约为 4.8 亿件，较 2018 年增长 4.4%。受疫情影响，预期 2020 年非洲地区家电市场规模及出货量均有所下降。预计随着非洲人均收入提高、消费能力增强、同时疫情情况趋于缓和，非洲家电的普及率提升空间广阔。

图 49：非洲地区家电市场规模



资料来源：Statista，国信证券经济研究所整理

图 50：非洲地区家电市场出货量



资料来源：Statista，国信证券经济研究所整理

整体而言，非洲家电市场格局较为分散。目前埃及、南非、中非、尼日利亚、等非洲国家的家电市场发展基础较好，并已经形成了一定规模和发展环境；但大多数非洲国家现有的家电制造业并不完善，缺乏上游原材料供应商，家电产品多依赖于进口。其中韩国的三星、LG 占据较高端生态位，而中国的海尔、海信、美的等进入非洲时间较早，在主流消费价位上占据优势。传音控股作为新兴的跨界选手，将依托于旗下手机品牌的高知名度以及线下销售渠道的强掌控力，致力促进非洲地区的家电产业发展，抢占新兴国家市场份额。

盈利预测

假设前提

传音控股主要从事以手机为核心的智能终端业务。2019 年传音手机出货量 1.37 亿部，全球市场占有率 8.1%，排名第四；非洲市场占有率 52.5%，排名第一。传音的成功来自于创始人多年在手机行业的深耕细作以及在海外市场的长期积累。我们认为公司是中国品牌出口海外的成功典范，一方面受益于非洲及南亚市场的长期成长红利，一方面也得益于国内制造业和互联网产业的成熟模式。

表 10：公司主营业务收入测算

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
功能手机	67.9	59.5	58.5	64.4	70.8	77.9
YOY	84.5%	-12.4%	-1.7%	10.0%	10.0%	10.0%
智能手机	123.5	154.8	177.8	225.4	283.9	366.7
YOY	83.1%	25.4%	14.8%	26.8%	25.9%	29.2%
其他	9.1	12.2	17.2	15.0	26.0	31.0
YOY	-25.3%	34.0%	41.3%	-12.8%	73.3%	19.2%
总收入（百万元）	200.4	226.5	253.5	304.8	380.7	475.6
YOY	72.2%	13.0%	11.9%	20.2%	24.9%	24.9%

资料来源：国信证券经济研究所预测

非洲拥有庞大的人口基数及年轻的人口结构，并且保持着较快的人口增长速度，总人口数仍将维持上行。目前非洲市场的手机渗透率相对较低，根据 GSMA 数据显示，撒哈拉以南非洲地区 2018 年智能机渗透率 39%，GSMA 预计到 2025 年智能机渗透率将提升至 67%，非洲地区智能手机渗透率提升空间大。

未来３年盈利预测

表 11：盈利预测（百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	25346	30478	38068	47556
营业成本	18412	22084	27787	34918
营业税金及附加	79	91	114	143
销售费用	2859	3353	4188	5231
管理费用	1061	2615	3070	3591
财务费用	(31)	(192)	(203)	(202)
投资收益	(297)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	452	0	0	0
其他收入	(925)	0	0	0
营业利润	2195	2527	3112	3875
营业外净收支	(13)	0	0	0
利润总额	2182	2527	3112	3875
所得税费用	386	404	498	620
少数股东损益	3	4	5	6
归属于母公司净利润	1793	2119	2610	3249

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

立足于非洲庞大而持续增长的市场需求以及国内成熟的制造业和互联网技术能力，我们认为传音控股的发展模式是国内国外经济双循环的成功结合。

外循环：多品牌覆盖主流客户人群，并成功取得了高市占率和高毛利率的品牌溢价。多年积累的海外线下渠道建设，筑起强大的竞争壁垒。公司销售费用

CAGR 高达 32.21%，销售渠道布局持续加码，进一步提升渠道掌控力，品牌影响力也随之扩大。

内循环：利用国内功能机和低端智能机成熟的供应链，以及互联网企业的成功模式拓展海外新兴市场。公司的生产研发依托于国内的成熟产业链，打造了适合非洲市场需求的供应链，以及针对深肤色人群的智能摄像技术。未来，公司还将依托硬件的高市占率优势，打造独立 APP 以及物联网业务的长期发展局面。

盈利预测情景分析

表 12：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
乐观预测					
营业收入(百万元)	22,646	25,346	33,526	41,875	52,312
(+/-%)	12.98%	11.92%	32.27%	27.39%	27.42%
净利润(百万元)	657	1793	2331	2871	3574
(+/-%)	-2.10%	172.80%	29.98%	23.16%	24.67%
摊薄 EPS	0.91	2.49	2.91	3.59	4.47
中性预测					
营业收入(百万元)	22,646	25,346	30,478	38,068	47,556
(+/-%)	12.98%	11.92%	20.25%	24.90%	24.92%
净利润(百万元)	657	1,793	2,119	2,610	3,249
(+/-%)	-2.10%	172.80%	18.16%	23.16%	24.67%
摊薄 EPS(元)	0.91	2.49	2.65	3.26	4.06
悲观的预测					
营业收入(百万元)	22,646	25,346	27,430	34,261	42,801
(+/-%)	12.98%	11.92%	8.22%	24.90%	24.92%
净利润(百万元)	657	1,793	1,907	2,349	2,924
(+/-%)	-2.10%	172.80%	6.34%	23.16%	24.67%
摊薄 EPS	0.91	2.49	2.38	2.94	3.66
总股本（百万股）	720	720	800	800	800

资料来源：国信证券经济研究所预测

风险提示

公司的合理估值是建立在较多假设前提的基础上的，特别是对公司未来几年现金流的计算、折现率的计算、TV 增长率的选定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断，可能由于对相关参数估计偏乐观而导致该估值偏乐观的风险。

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.6%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；

3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2022 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，对行业平均动态 PE 修正，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

1、可能对公司收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 3 年盈利预测偏乐观；

2、该细分领域未来或有新竞争者进入，导致毛利率有所下滑

3、对公司未来费用率的控制较为乐观，或有因管理原因费用率增加的可能

政策风险

公司所处行业较为市场化，但是也会间接受到政策影响，例如可能受到国际贸易政策及关税政策对下游客户的间接影响，进而影响公司的销售，使公司未来 2 年销售收入/利润不及预期的风险。同时公司属于高新技术行业，有可能受到国家相关的税收政策不确定的影响。

经营风险

公司存在研发投入过大以及产品推广激进而使得费用支出超出预期的风险。研发和销售激进投入会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

财务风险

公司产品价格存在快速下降的可能性，导致存货具有贬值计提的风险；公司所处行业若因潜在竞争者的进入从而加剧竞争，将导致公司毛利率下滑。

市场风险

需求不及预期，市场竞争加剧。

其它风险

解禁后，公司股份流通量大幅增加，股价波动风险。若限售股解禁后短期内集中抛售，会对公司股价带来较大波动。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	7717	8185	8690	7992
应收款项	1197	1202	1576	2030
存货净额	3135	3447	4372	5628
其他流动资产	400	1520	1628	1718
流动资产合计	15463	19176	23981	29714
固定资产	1048	1278	1540	1791
无形资产及其他	615	590	566	541
投资性房地产	478	478	478	478
长期股权投资	139	186	258	331
资产总计	17744	21708	26823	32855
短期借款及交易性金融负债	0	85	35	40
应付款项	6779	8122	10218	12843
其他流动负债	1376	1728	2158	2695
流动负债合计	8156	9935	12411	15578
长期借款及应付债券	94	94	94	94
其他长期负债	1230	1547	1884	1886
长期负债合计	1323	1641	1978	1980
负债合计	9479	11576	14390	17557
少数股东权益	11	14	18	23
股东权益	8254	10119	12415	15275
负债和股东权益总计	17744	21708	26823	32855

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	2.24	2.65	3.26	4.06
每股红利	0.27	0.32	0.39	0.49
每股净资产	10.32	12.65	15.52	19.09
ROIC	53%	39%	58%	102%
ROE	22%	21%	21%	21%
毛利率	27%	28%	27%	27%
EBITMargin	12%	8%	8%	8%
EBITDAMargin	12%	8%	8%	8%
收入增长	12%	20%	25%	25%
净利润增长率	173%	18%	23%	25%
资产负债率	53%	53%	54%	54%
息率	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
P/E	45.5	38.5	31.3	25.1
P/B	9.9	8.1	6.6	5.3
EV/EBITDA	30.0	37.6	31.1	25.6

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	25346	30478	38068	47556
营业成本	18412	22084	27787	34918
营业税金及附加	79	91	114	143
销售费用	2859	3353	4188	5231
管理费用	1061	2615	3070	3591
财务费用	(31)	(192)	(203)	(202)
投资收益	(297)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	452	0	0	0
其他收入	(925)	0	0	0
营业利润	2195	2527	3112	3875
营业外净收支	(13)	0	0	0
利润总额	2182	2527	3112	3875
所得税费用	386	404	498	620
少数股东损益	3	4	5	6
归属于母公司净利润	1793	2119	2610	3249

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1793	2119	2610	3249
资产减值准备	66	94	49	54
折旧摊销	100	140	174	203
公允价值变动损失	(452)	0	0	0
财务费用	(31)	(192)	(203)	(202)
营运资本变动	2958	668	1507	1415
其它	(63)	(90)	(45)	(49)
经营活动现金流	4403	2930	4295	4873
资本开支	(859)	(439)	(461)	(484)
其它投资现金流	(3014)	(1808)	(2893)	(4629)
投资活动现金流	(3972)	(2293)	(3427)	(5186)
权益性融资	2702	0	0	0
负债净变化	94	0	0	0
支付股利、利息	(219)	(254)	(313)	(390)
其它融资现金流	1063	85	(50)	5
融资活动现金流	3515	(169)	(363)	(385)
现金净变动	3946	467	505	(698)
货币资金的期初余额	3772	7717	8185	8690
货币资金的期末余额	7717	8185	8690	7992
企业自由现金流	4615	2331	3664	4221
权益自由现金流	5772	2577	3785	4395

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。